

## 耳机无线革命，国货龙头崛起 买入（首次）

2020年06月20日

证券分析师 王平阳

执业证号：S0600519060001

021-60199775

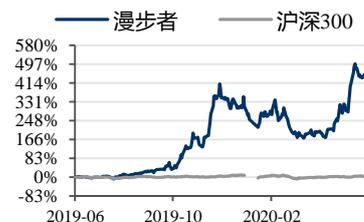
wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,243	3,114	4,611	5,807
同比（%）	41.1%	150.5%	48.1%	25.9%
归母净利润（百万元）	123	552	854	1,153
同比（%）	130.0%	349.6%	54.8%	34.9%
每股收益（元/股）	0.14	0.62	0.96	1.30
P/E（倍）	103.98	34.69	22.42	16.61

### 投资要点

- **20年专注声学技术，国产音响、耳机品牌引领者：**1996年公司以多媒体音响业务起家，专注声学技术研发，并于2008年开始自产耳机。2018年公司TWS耳机开始出货，2019年迅速斩获大量市场份额，耳机超过音响成为公司最主要营收来源。公司2016-2019年公司营收保持大幅增长，年均复合增长率达到14.39%，2019年总营收达到12.43亿元，归母净利润达到1.23亿元。
- **TWS行业高速增长，市场空间有望超3000亿：**耳机的应用场景十分普遍，使用频率较高，相比传统耳机，TWS耳机携带更加轻便，在苹果AirPods的引领下迅速成为智能硬件市场的热点。随着安卓系及第三方TWS耳机步步攻克双耳传输、主动降噪、智能功能等技术难题，TWS行业步入加速发展期。预计2020年TWS耳机出货量将达2.3亿副以上，相较于2019年手机出货量13.7亿部，我们判断TWS渗透率仍有充足的提升空间，整体市场空间有望超过3000亿元。
- **产品、品牌与渠道优势显著，充分受益于TWS市场快速增长：**公司TWS耳机以高性价比产品起步，市场竞争力突出，目前，公司在TWS耳机的100-300元价位段已形成了突出的产品竞争力和领先的市场地位。同时，公司积极布局TWS耳机降噪技术，有望推出极具性价比的主动降噪、环境降噪TWS耳机产品，逐步覆盖中高端TWS耳机市场。公司基于在音频市场的技术积累和品牌影响力，公司TWS耳机产品一经推出便迅速打开了用户市场，目前在线上和线下均形成了完善的销售网络，产品、品牌与渠道优势助力公司TWS耳机的出货量持续增长。
- **智能音频技术储备完善，有望成为智能穿戴平台型公司：**TWS耳机逐渐成为各类智能应用的重要入口，集成的功能应用功能将更加丰富，有望推动TWS耳机产业的快速发展。公司在TWS耳机市场的技术积累深厚，同时在多媒体音响领域也有智能音箱等产品布局，未来公司有望从TWS耳机产品出发切入智能穿戴产品领域，不断丰富产品布局，充分受益于以智能TWS耳机为代表的智能穿戴产品市场的快速发展。
- **盈利预测与投资评级：**公司在TWS耳机市场优势地位突出，产品竞争力显著，有望充分受益TWS耳机市场需求的持续增长。我们预计公司2020-2022年营业收入分别为31.14、46.11、58.07亿元，增长150.5%、48.1%、25.9%；2020-2022年归母净利润分别为5.52、8.54、11.53亿元，增长349.6%、54.8%、34.9%，实现EPS为0.62、0.96、1.30元，对应PE为35、22、17倍。参考可比公司估值，给予漫步者2021年30倍目标PE，目标价28.80元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.54
一年最低/最高价	3.39/23.33
市净率(倍)	6.65
流通A股市值(百万元)	9841.98

### 基础数据

每股净资产(元)	3.24
资产负债率(%)	13.79
总股本(百万股)	889.15
流通A股(百万股)	456.92

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 20 年专注声学技术，国产音响、耳机品牌引领者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 专注声学技术研发，国产音响、耳机品牌引领着 .....	5
1.2. 音响业务保持稳定，耳机收入占比快速提升 .....	6
1.3. 自有音频品牌商，铸就毛利率护城河 .....	7
<b>2. TWS 行业高速增长，市场空间有望超 3000 亿</b> .....	<b>9</b>
2.1. AirPods 开启 TWS 耳机元年 .....	9
2.2. 双耳链接方案优化推动安卓 TWS 跟进 .....	11
2.3. 从“能用”向“好用”发展，TWS 盛宴开启 .....	12
2.3.1. 无损音频编码以及新一代蓝牙音频技术标准推动音质提升 .....	12
2.3.2. ANC 降噪功能加速渗透 .....	14
2.3.3. TWS 耳机智能化程度提升 .....	15
2.4. 从“一枝独秀”到“百花争艳”，TWS 市场规模有望超 3000 亿 .....	16
2.5. 类比智能手机发展路径，本土 TWS 厂商有望突围 .....	18
<b>3. 产品、品牌与渠道优势显著，充分受益于 TWS 市场快速增长</b> .....	<b>21</b>
3.1. 产品阵列：高性价比起步，逐步进军中高端市场 .....	21
3.2. 品牌优势：从漫步者音箱传承下来的口碑 .....	23
3.3. 渠道优势：线上（80%，京东天猫），线下（20%，依托现有音箱渠道） .....	25
3.4. 量价齐升验证行业需求，规模效应未来可期 .....	26
<b>4. 智能音频技术储备完善，有望成为智能穿戴平台型公司</b> .....	<b>28</b>
<b>5. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>30</b>
5.1. 核心假设 .....	30
5.2. 估值与投资建议 .....	30
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 漫步者业务发展历程 .....	5
图 2: 漫步者股权结构 (截至 2020 年一季度报) .....	6
图 3: 漫步者产品阵列与 2019 年各业务收入占比 .....	6
图 4: 耳机收入占比逐年提升 .....	7
图 5: 耳机收入逐年提升 (百万元) .....	7
图 6: 漫步者营收情况 .....	7
图 7: 漫步者净利润情况 .....	7
图 8: 行业耳机业务毛利率对比 (毛利率取自耳机业务) .....	8
图 9: 传统有线耳机、有线蓝牙耳机及 TWS 耳机 .....	9
图 10: AirPods 发售后抢占传统音频厂商份额 .....	10
图 11: 2019 年 AirPods 出货量占据 50% 以上份额 .....	10
图 12: AirPods 系列出货量及预测 (单位: 百万部) .....	10
图 13: AirPods 的耳机传输方案 .....	11
图 14: 传统安卓 TWS 耳机传输方案 .....	11
图 15: 高通 TWS+、恒玄 LBRT-低频转发、洛达 MCSync、华为双通道传输方案 .....	12
图 16: 安卓系 TWS 延时不断改善 (单位: ms) .....	12
图 17: 常见的蓝牙音频编码传输方式 .....	12
图 18: 基于蓝牙协议的各种音频编码 .....	13
图 19: 2019 年消费者对无线耳机的购买动力 .....	13
图 20: 蓝牙编解码器比较 (标准立体声测试) .....	14
图 21: 多重串流音频可使 TWS 拥有双耳传输体验 .....	14
图 22: ANC 降噪原理 .....	14
图 23: AirPods Pro 的降噪功能 .....	14
图 24: AirPods 2 支持语音唤醒 Siri .....	15
图 25: 高通系列芯片针对多个语音生态系统提供语音助手激活 .....	15
图 26: TWS 耳机产品功能不断丰富 .....	15
图 27: 全球 TWS 耳机出货量 (单位: 百万台) .....	15
图 28: TWS 出货量变化 (单位: 万台) .....	16
图 29: TWS 市场规模变化 (单位: 百万美元) .....	16
图 30: TWS 行业代表企业 .....	16
图 31: TWS 市场呈沙漏型格局 .....	16
图 32: TWS 耳机市场规模预测 (苹果端) .....	17
图 33: TWS 耳机市场规模预测 (非苹果端) .....	18
图 34: 创新传播定律 .....	19
图 35: 我国三线以下人口占比超过 70% .....	19
图 36: 2019Q1 手机城市分布图 .....	19
图 37: 2013-2019 年中国各品牌手机出货量份额 .....	20
图 38: EDIFIER TWS3 拆解 .....	21
图 39: EDIFIER TWS3 产品规格 .....	21
图 40: 公司 TWS 耳机产品 (一) .....	21
图 41: 公司 TWS 耳机产品 (二) .....	22
图 42: 2020 年 3 月 TWS 全球品牌出货量排行榜 .....	22

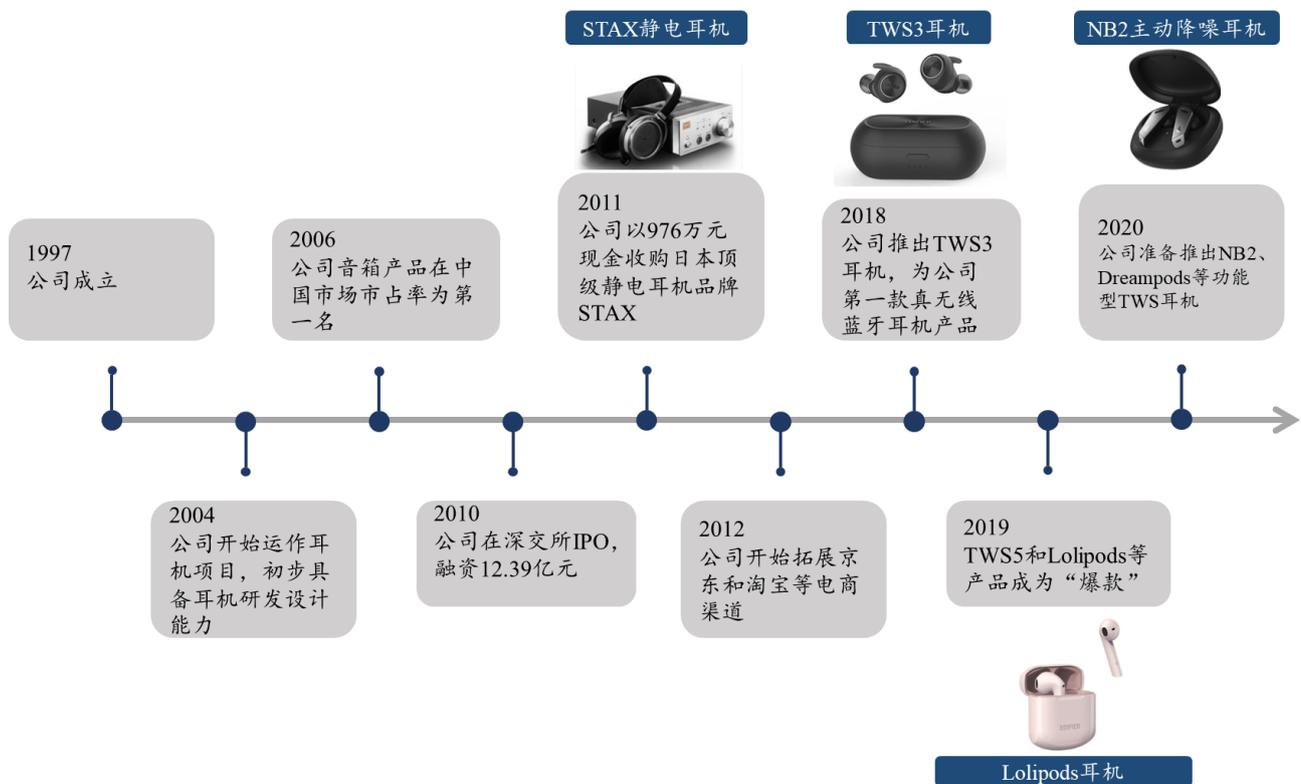
图 43: 京东 TWS 耳机销量排名 .....	23
图 44: 公司 LolliPods 支持 CVC 降噪 .....	23
图 45: 公司 TWS NB 支持 ANC 主动降噪 .....	23
图 46: 公司杜比、4.1 声道无线环绕家庭音响产品 .....	24
图 47: 公司 HIFI 车载音响产品 .....	24
图 48: 公司 Apollo 获 CES 设计与工程创新奖 .....	24
图 49: 公司 W800BT 产品获 IF 产品设计奖 .....	24
图 50: 公司积极拓展海外市场 .....	24
图 51: 漫步者 TWS 耳机销售排行榜 .....	25
图 52: 公司产品在各大线上平台上销量领先 .....	26
图 53: 公司建立了全球范围的销售网络 .....	26
图 54: TWS 新品发售带动毛利率上升 (新品价格: 左轴, 利润率: 右轴) .....	27
图 55: 2019 年公司量价提升趋势明显 .....	27
图 56: 单机平均研发费用持续上升, 平均广告费用下降 .....	28
图 57: 高通系列芯片以多种语音交互方式提供智能语音服务 .....	28
图 58: 公司收入预测 (百万元) .....	30
图 59: 可比公司估值 .....	31

## 1. 20 年专注声学技术，国产音响、耳机品牌引领者

### 1.1. 专注声学技术研发，国产音响、耳机品牌引领者

1996 年公司以多媒体音响业务起家，专注声学技术研发，同时集精细化管理、精良的制造工艺、品牌知名度于一体，在音响领域先后被国内外消费者认可。在拥有多年多媒体音响设计、制造和销售的基础上，公司 2004 年开始研发、制造耳机产品，2008 年开始自产耳机。公司于 2010 年发行 IPO，募投多媒体音响与耳机扩产项目，将产能从深圳转移到东莞，之后公司发展重心逐渐由音响转为耳机，横向通过收购全球顶级静电耳机品牌 STAX，筑造声学设计、技术及品牌护城河。2018 年公司 TWS 耳机开始出货，2019 年迅速斩获大量市场份额，成为 TWS 浪潮受益者。

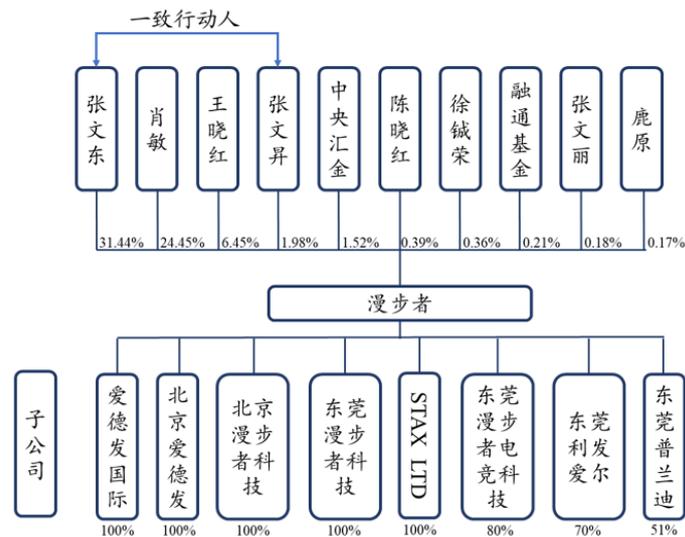
图 1：漫步者业务发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司控股股东、实际控制人为张文东、张文昇兄弟，持股比例为 33.42%（张文东持股 31.44%+张文昇持股 1.98%），前十大股东持股合计占比 64.66%，股权结构比较集中。张文东为漫步者控股股东、实际控制人、现任董事长及总经理。

图 2：漫步者股权结构（截至 2020 年一季度报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 音响业务保持稳定，耳机收入占比快速提升

公司以多媒体音响的研发、生产、销售业务起家。公司坚持发展自有品牌，拥有的“漫步者 (Edifier)”品牌音响深受国内外消费者认可。公司于 2012 年加大耳机研发投入，积极发展耳机等新产品，同时公司积极配合客户需求，通过进一步扩展电商等新型渠道，巩固和提升公司的渠道能力，2012-2019 年耳机收入 CAGR 达到了 51.92%，2019 年营收达到 6.84 亿，同比增长 91.27%。

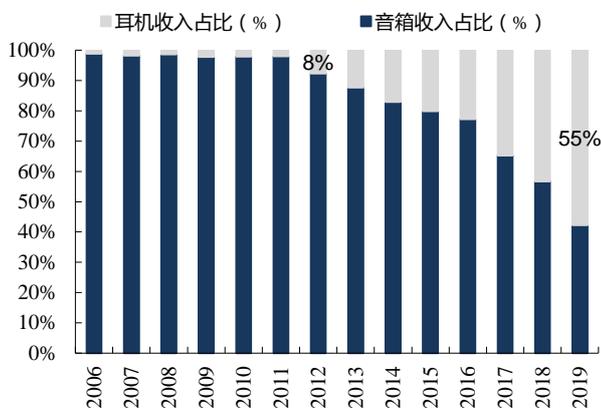
图 3：漫步者产品阵列与 2019 年各业务收入占比



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2019 年公司把握住 TWS 耳机浪潮，推出系列产品，使耳机收入同比增长 91.27%，耳机业务收入占比超过了多媒体音响业务，实现收入 6.84 亿，占总营收的 55%，成为公司第一大营收来源。

图 4：耳机收入占比逐年提升



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图 5：耳机收入逐年提升（百万元）

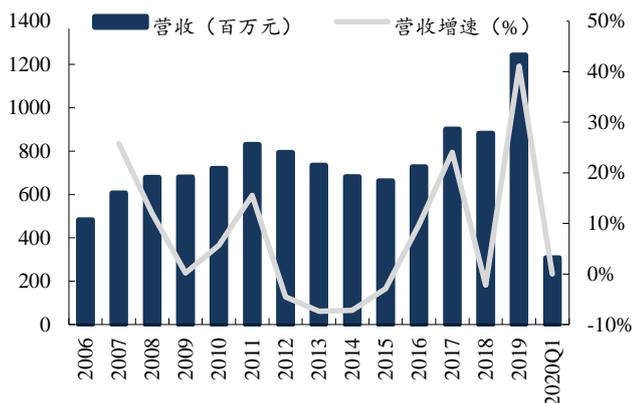


数据来源：Choice，东吴证券研究所

### 1.3. 自有音频品牌商，铸就毛利率护城河

公司上市后 2010-2019 年十年间营业收入复合增长率达 5.63%，归母净利润年复合增长率达 2.40%。2016-2019 年公司营收保持大幅增长，年均复合增长率达到 14.39%，2019 年总营收达到 12.43 亿元，归母净利润达到 1.23 亿元，主要受益于耳机业务的蓬勃发展。

图 6：漫步者营收情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：漫步者净利润情况

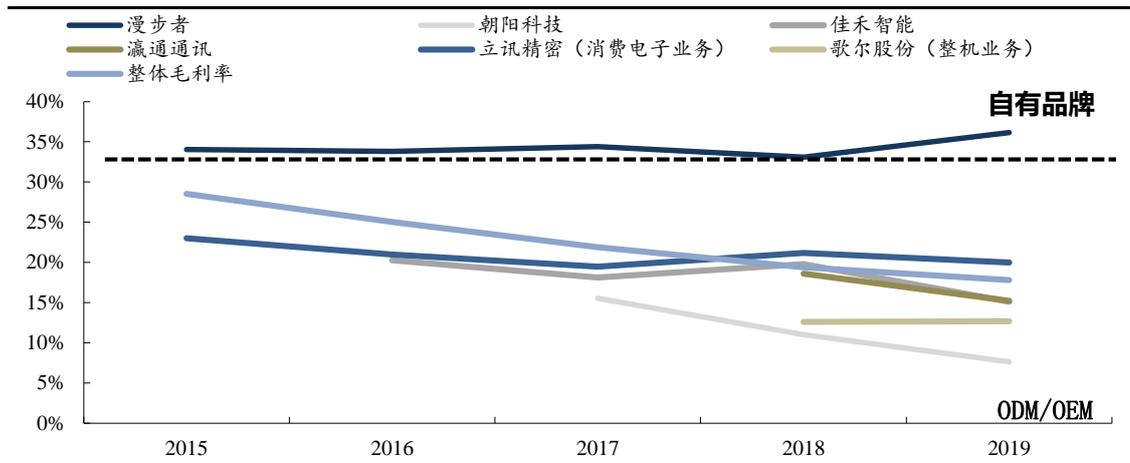


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2015-2019 年，公司毛利率在 33.08%-36.16%之间波动。相较于大部分业务集中在零部件及组装环节的 A 股声学行业其他公司，漫步者作为自有音频品牌商，得益于公司音频技术的长期积淀打造的品牌效应，毛利率长期领先。公司的战略远见让公司始终坚持发展自有品牌，加上公司多年的声学研发积累，战略上的成功让公司避免了制造代工

的低毛利模式。

图 8：行业耳机业务毛利率对比（毛利率取自耳机业务）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. TWS 行业高速增长，市场空间有望超 3000 亿

### 2.1. AirPods 开启 TWS 耳机元年

TWS 为 True Wireless Stereo 的缩写，即真正无线立体声。TWS 耳机不需要有线连接，左右 2 个耳机通过蓝牙组成立体声系统，摆脱了传统耳机有线的束缚，佩戴和操作体验都得到了提升。苹果公司在 2016 年秋季新品发布的 iPhone 7 取消了 3.5mm 耳机接口，并同期发布了第一代 AirPods，正式开启了 TWS 耳机时代。

图 9：传统有线耳机、有线蓝牙耳机及 TWS 耳机



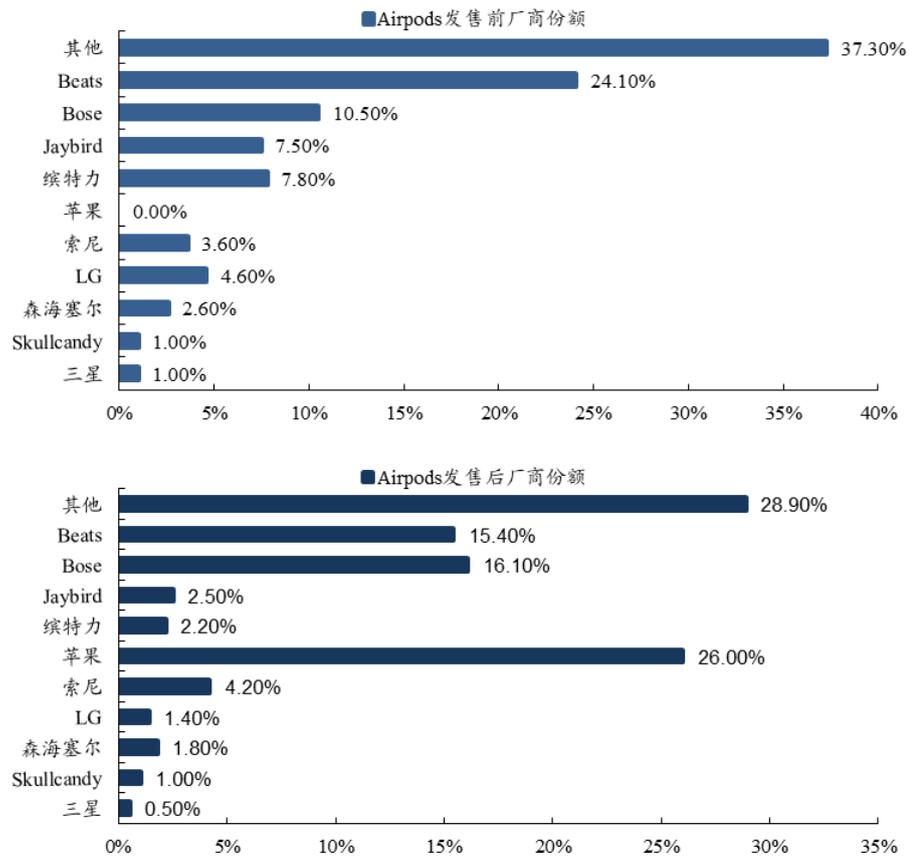
数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

近年来，智能手表、智能音箱、AR/VR 等各类智能硬件层出不穷，为何 AirPods 脱颖而出成为火爆的现象级产品？我们总结主要有以下几点：

- (1) 为什么是耳机？耳机是在公共场合听音频的必需品，相对于其他可选智能配件，其应用场景更普遍，使用频率更日常，实用性和普及率本就远高于其他配件。
- (2) 为什么是 TWS？相较于传统有线耳机和蓝牙耳机，初代 AirPods 单只耳机仅重 4g，无绳化的设计使得佩戴更加舒适方便。不使用时放置于充电盒内，充电盒仅重 38g，尺寸小巧，体积仅 44.3 x 21.3 x 53.5mm，携带十分便捷。
- (3) 为什么是苹果？苹果在科技领域的引领地位无可动摇，已产生显著品牌文化现象。从 iCloud 到 Airdrop，从 iPhone、iPad、MacBook 到 Apple Watch, AirPods，苹果生态系统中硬件加软件配合形成生态闭环，用户体验感佳、粘性强。AirPods 作为苹果全家桶中的一员，与手机配对连接十分便捷，能实现 Siri 语音唤醒等功能，是具有强关联属性的配件。

Slice Intelligence 2016 数据显示，在初代 AirPods 发售前，Beats 和 Bose 以 24.1% 和 10.5% 的市场份额位列蓝牙耳机市场前二，而 AirPods 发售后短时间便拿下 26% 的份额位列第一。

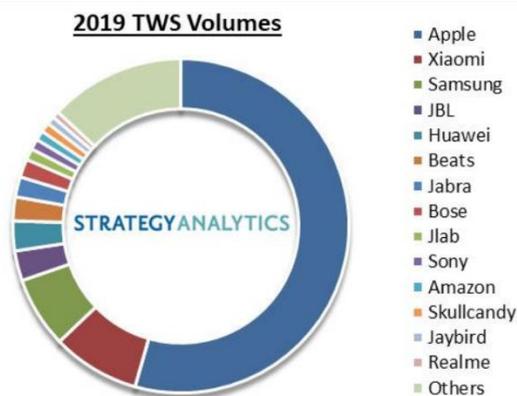
图 10: AirPods 发售后抢占传统音频厂商份额



数据来源: Slice Intelligence 2016, 东吴证券研究所

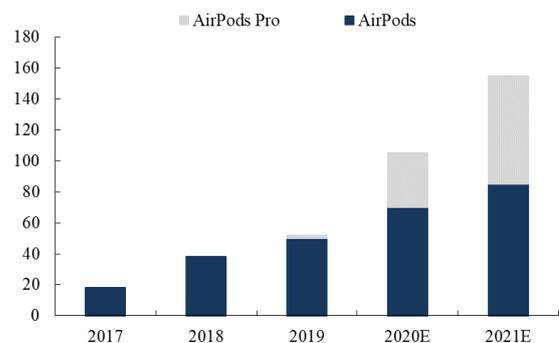
AirPods 获得成功后, 苹果在 2019 年 3 月和 12 月推出了 AirPods 2 和 AirPods Pro, 更高性能的处理芯片, Siri 语音唤醒、防水、降噪等功能的升级, 使得 AirPods 系列销量快速增长。据 Strategy Analytics 研究报告数据显示, 苹果 AirPods 在 2019 年实现了近 6000 万的销量, 占全球 TWS 耳机 50% 以上。根据 Counterpoint 的数据, AirPods 预计 20/21 年 AirPods 销量有望达到 1 亿/1.5 亿部, 其中 AirPods Pro 占比为 36%/40%。

图 11: 2019 年 AirPods 出货量占据 50% 以上份额



数据来源: Strategy Analytics, 东吴证券研究所

图 12: AirPods 系列出货量及预测 (单位: 百万部)



数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

## 2.2. 双耳链接方案优化推动安卓 TWS 跟进

AirPods 之所以能在一段时间内独领风骚，得益于苹果自研的 W1、H1 系列 SoC 芯片的监听技术 (Snoopy) 实现了双耳同时传输。使用监听技术的 AirPods，副耳信号不需要主耳转发，而是直接监听手机所发出的信号，从中分辨主副耳机的信号，从而改善了耳机的连接体验，且降低连接不佳导致的功耗开销使续航得到了明显改善，苹果对此申请了专利保护。由于苹果垄断了 Snoopy 方案专利，早期非苹果 TWS 耳机主要采用转发模式 (relay)，音频从手机传到主耳机，再由主耳机转发到副耳机，常出现连接稳定性差、待机时间过短、语音延迟较大、质差甚至配对问题，因此非苹果 TWS 的在一段时间内发展不尽人意。

图 13: AirPods 的耳机传输方案

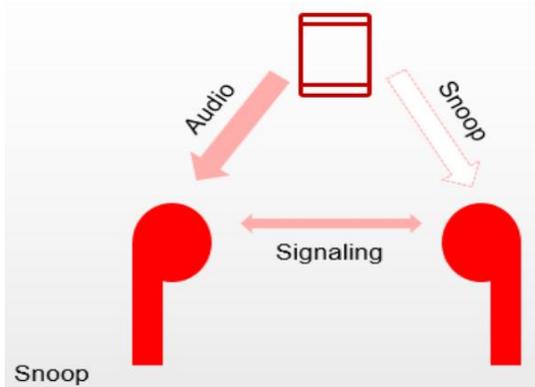
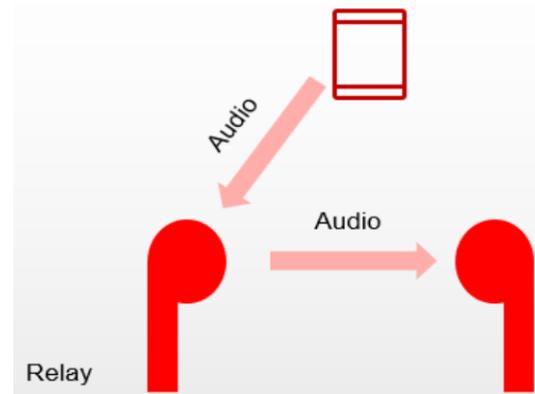


图 14: 传统安卓 TWS 耳机传输方案



数据来源：我爱音频网，东吴证券研究所

数据来源：我爱音频网，东吴证券研究所

近两年来高通、恒玄科技、洛达科技等纷纷推出了优化后的传输方案，安卓品牌市场的困境获得了明显的改观。

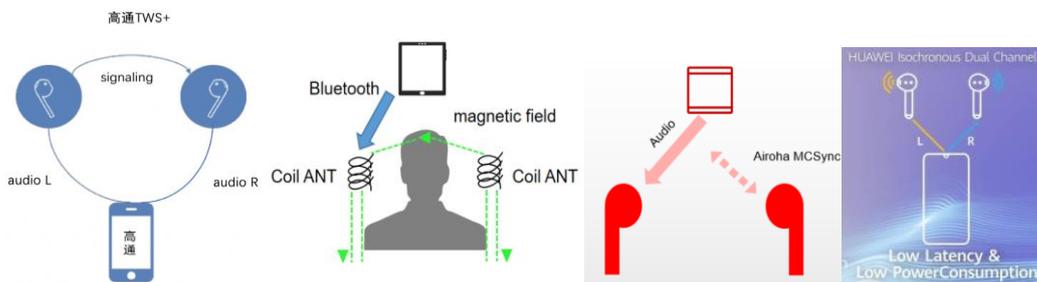
高通 TWS+ 芯片实现左右双耳同时独自收发信号，双连接方案的优势在于，支持双耳直连，稳定性好，低时延。目前基于高通平台的智能手机相对比较广泛。在双连接方案上高通 CSR 的专利布局比较完善，这也意味着要想实现双耳直连，需要采用高通 CSR 的芯片，而高通方案的成本也相对较高。

恒玄 LBRT-低频转发技术是先将信号以高频段蓝牙信号传输至主耳机，再通过磁感应转发技术，同步至副耳机。如此以增强信号的穿透力，并能避免音质损耗，减少延迟。缺点则是需要在耳机中多加入低频天线。

洛达 MCSync 也实现了同步接收。每只耳机会会有一个信号进行连接，官方宣称连线更稳定，减少断音跳音，支撑高解析音频码流，低延时，两耳耗电更平衡，适用于多种手机平台。络达的应用有很多在白牌领域，对不同平台的适用性很重要。

华为发布的 FreeBuds3 则采用了华为自研的麒麟 A1 芯片，自研双通道同步传输技术，可以实现左右耳机从手机端分别获得左右声道的信号，实现更高效率的传输和更低的功耗。

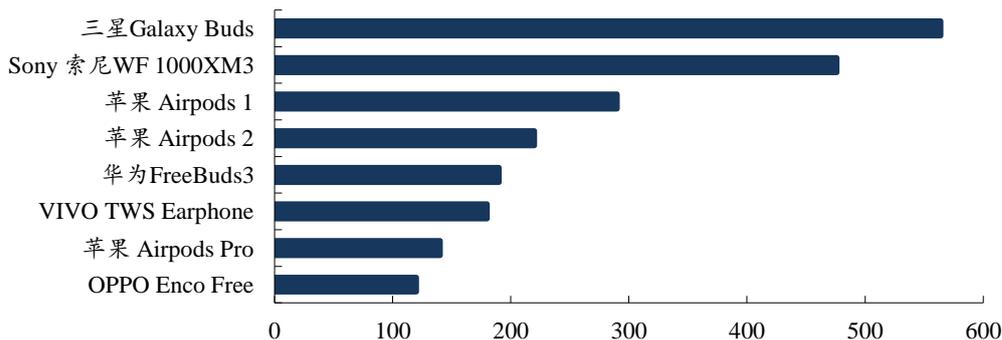
图 15: 高通 TWS+, 恒玄 LBRT-低频转发、洛达 MCSync、华为双通道传输方案



数据来源：我爱音频网，东吴证券研究所

双耳传输技术难点的攻克，除了缩短延时、保证连接稳定外，也有效解决了由于中  
转模式带来的左右耳机耗电量不一致的问题。降低功耗，加长续航时间，实现更好的电  
源管理与待机时间，也使得搭载更多的功能成为可能。双耳传输问题的解决为非苹果  
TWS 耳机快速发展奠定了基础。

图 16: 安卓系 TWS 延时不断改善 (单位: ms)



数据来源：中关村在线，东吴证券研究所

### 2.3. 从“能用”向“好用”发展，TWS 盛宴开启

#### 2.3.1. 无损音频编码以及新一代蓝牙音频技术标准推动音质提升

根据高通《2019 全球音频消费者调研报告》数据显示，对消费者而言，清晰的音质  
至关重要，它已连续四年成为消费者在选择音频设备时最期待的特性。65%的全球消费  
者表示音质是他们的主要购买动力，63%的耳机购买者表示高分辨率音质十分重要。早  
期 TWS 耳机的音质普遍较差，与有线耳机相距甚远，主要系蓝牙传输音频主要依赖于  
A2DP 协议，该对传输的数据量进行了限制，因此各家厂商在基于蓝牙的基础上开发新  
的音频编码传输方式以达到更好的音质效果。目前蓝牙音频编码传输方式主要有 SBC、  
AAC、APTX、LDAC、LHDC 等。

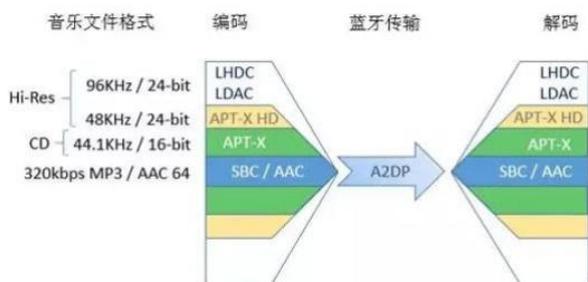
图 17: 常见的蓝牙音频编码传输方式

蓝牙音频编码传输方式	特点
SBC	蓝牙音频传输协议强制规定的编码格式，所有的蓝牙音频芯片都会支持该协议，但码率只有320kbps，且蓝牙传输中间设备需要转码会损失细节，所以音质较差
AAC	是苹果主推的音频传输格式，是一种高压缩比的编码算法，效果要优于SBC，但由于其码率与SBC相同，也只有320kbps
aptX	CSR公司的专利编码算法，在被高通收购后，aptX则开始被高通大力推广普及在其芯片当中。aptX分为三种：aptX，aptX HD和aptX Low Latency，最高码率可达到576kbps，据称是可以达到CD级别的听感，但前提是需要使用高通CSR的芯片
LDAC	Sony专利编码算法，可以提供3倍于常规蓝牙的带宽，最高码率可支持到和990kbps，基本可以满足24bit/96KHz 品质的音乐压缩传输与还原，免费授权给了安卓8.0以上的智能手机
LHDC	华为专利编码算法，同样达到无损级别，目前也免费授权给其他手机厂商。

数据来源：我爱音频网，东吴证券研究所

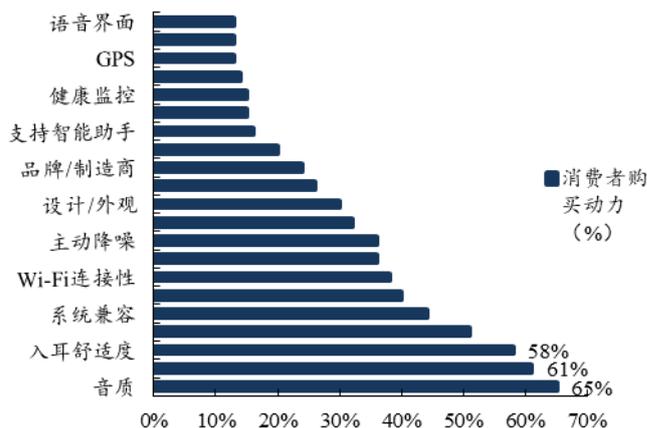
同一音源下，音质解析度大致为 LHDC≈LDAC > aptX HD > aptX > AAC >SBC，随着各类无损编解码算法普及，TWS 的音质表现将有新的跨越。

图 18：基于蓝牙协议的各种音频编码



数据来源：太平洋电脑，东吴证券研究所

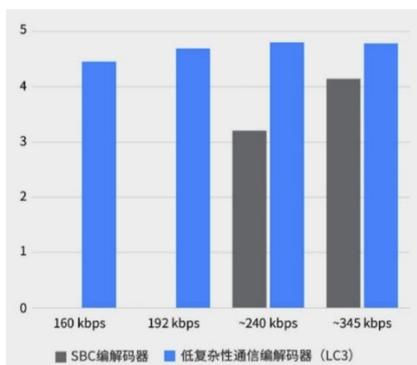
图 19：2019 年消费者对无线耳机的购买动力



数据来源：高通，东吴证券研究所

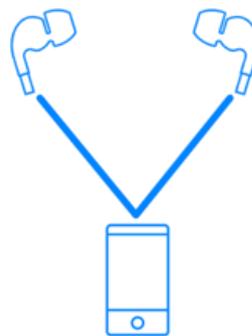
另一方面，2020 年 1 月，蓝牙技术联盟（SIG）发布新一代蓝牙音频技术标准——低功耗音频 Bluetooth LE Audio，使用新编解码器 LC3、多重串流音频、助听帮助及广播音频技术。LC3 将有助于 TWS 耳机实现更高音质和更低功耗，相较于 Classic Audio 的 SBC 编解码器，LC3 将能够提供更高的音质效果，甚至在比特率降低 50% 的情况下也能保持较高的音质效果。而多重串流音频可实现在智能手机等单一音频源设备、单个或多个音频接收设备间，同步进行多重且独立的音频串流传输，实现了单一音频源设备（source device）与一个或多个音频接收设备之间，同步进行多重且独立的音频串流传输。也就是说，Bluetooth LE Audio 不仅解决了 TWS 耳机双耳直连的标准问题和兼容性问题，并且一个音频源甚至可以连接多个无线音频接受设备。安卓系 TWS 耳机可以借助新标准来不断引进和研发新技术，缩小与 AirPods 之间的差距。

图 20: 蓝牙编解码器比较 (标准立体声测试)



数据来源: 蓝牙技术联盟研究, 东吴证券研究所

图 21: 多重串流音频可使 TWS 拥有双耳传输体验



数据来源: 蓝牙技术联盟研究, 东吴证券研究所

随着无损音频编码的普及以及蓝牙音频技术标准 BLEA 的发布, TWS 耳机音质将有望迎来质的飞跃, 与有线耳机在音质上的差距将逐步缩小。

### 2.3.2. ANC 降噪功能加速渗透

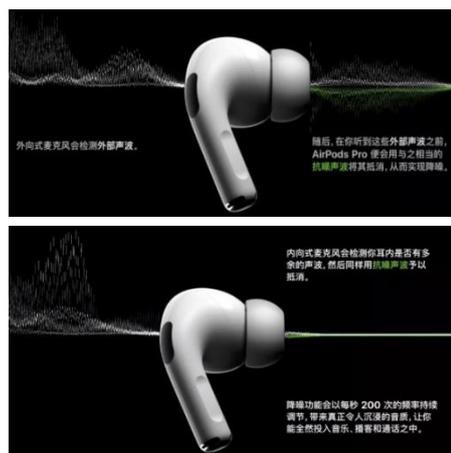
AirPods Pro 最大更新便是增加了主动降噪功能。ANC 降噪 (Active Noise Control, 主动降噪) 的工作原理是麦克风收集外部的环境噪音, 然后系统转换为一个反相的声波加到喇叭端, 最终人耳听到的声音是: 环境噪音+反相的环境噪音, 两种噪音叠加从而实现感官上的噪音降低。以 AirPods Pro 为例, 其搭载了三颗麦克风: 外向式麦克风 (波束成形麦克风), 内向式麦克风和通话麦克风 (波束成形麦克风)。其降噪原理和传统头戴主动降噪耳机原理并无二致, 外向式麦克风就是所谓的前馈麦克风, 负责收集环境噪音, 内向式麦克风就是所谓的反馈麦克风, 通过检测收听实施优化。两者与高集成度, 高性能的 H1 封装系统配合实时检测输出, 极致的降噪效果就此实现。

图 22: ANC 降噪原理



数据来源: 我爱音频网, 东吴证券研究所

图 23: AirPods Pro 的降噪功能



数据来源: 苹果官网, 东吴证券研究所

目前安卓系第三方蓝牙芯片方案也开始集成 ANC 功能, 可以望见 ANC 功能在安卓系 TWS 耳机的加速渗透。

### 2.3.3. TWS 耳机智能化程度提升

TWS 耳机正逐步具备独立的感知、存储乃至计算能力。目前 TWS 耳机智能化功能主要体现在与手机语音助手的整合，如集成或支持 Siri、Google Assistant 等。AirPods 2 和 AirPods Pro 搭载的 H1 芯片性能与苹果 iPhone 4 的苹果 A4 SoC 相近，因此 AirPods 连接更快，还可以执行大量任务，例如“嘿 Siri”语音唤醒等功能，在佩戴的过程中只需说一声“嘿 Siri”，就能实现诸如切歌、打电话、查路线等操作。

图 24: AirPods 2 支持语音唤醒 Siri



数据来源：苹果，东吴证券研究所

图 25: 高通系列芯片针对多个语音生态系统提供语音助手激活



数据来源：高通，东吴证券研究所

今后预计 TWS 耳机将搭载更多传感器，支持生物识别运动跟踪，如可监测心率、记录运动路径等。智能化程度提升后，TWS 不再是单纯的耳机，而将成为便携式的语音交互设备，来收集信息体征数据、交叉数据、立体数据，不再局限于平面数据，从而使用户画像和行为勾画的更加清晰。

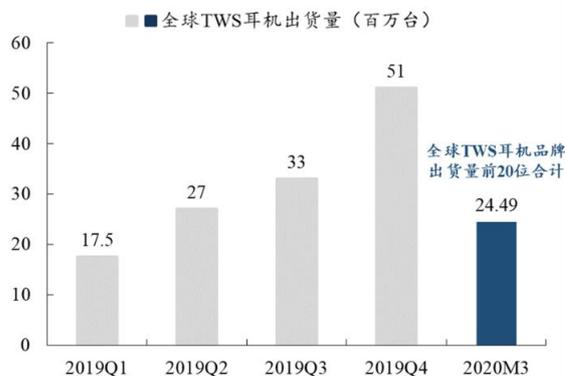
**TWS 耳机行业步步攻克双耳传输、主动降噪、智能功能等技术难题，耳机从“能用”变为“好用”，行业步入加速发展时期。**根据旭日大数据和智研咨询的统计，2020 年一季度全球 TWS 耳机出货量的同比增速超过 100%。其中，2020 年 3 月单月全球 TWS 耳机品牌出货量前 20 名的合计出货量已达 2449 万台，已超过 2019 年一季度整体出货量。

图 26: TWS 耳机产品功能不断丰富



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

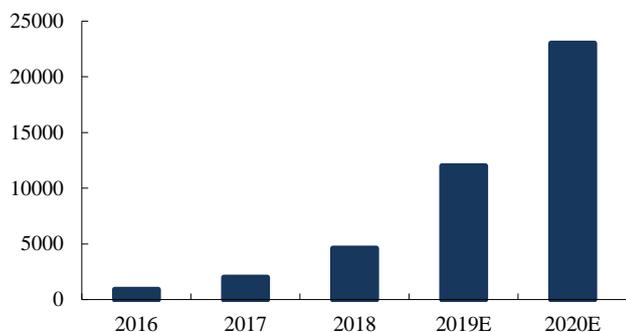
图 27: 全球 TWS 耳机出货量（单位：百万台）



数据来源：旭日大数据、智研咨询，东吴证券研究所

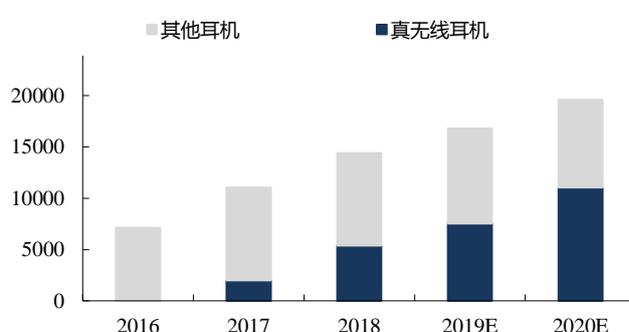
根据 Counterpoint Research 统计,2016 年全球 TWS 耳机出货量 918 万副,预计 2020 年 TWS 耳机出货量将达到 2.3 亿副以上,2016-2020 年出货量 CAGR 达 90%+。根据 GFK 测算,2020 年 TWS 市场规模将超过 110 亿美元。(根据我们的调研预估,若加上白牌 TWS,出货量和市场规模将更大)。

图 28: TWS 出货量变化 (单位:万台)



数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

图 29: TWS 市场规模变化 (单位:百万美元)



数据来源: GFK, 东吴证券研究所

## 2.4. 从“一枝独秀”到“百花争艳”, TWS 市场规模有望超 3000 亿

在苹果 AirPods 的带领下, TWS 耳机行业玩家只增不减。苹果、三星等手机厂商和 BOSE、Beats 等传统音频厂商占据高端市场,华为、OPPO、小米、vivo 等手机厂商也相继布局 TWS 市场,此外还有性价比优势显著的共达声学(万魔)、漫步者、QCY 第三方音频厂,以及爱奇艺、网易云等互联网企业。随着白牌产业链的完善,特别是主控芯片的价格下降,总价向下触底至百元,低端白牌 TWS 出货量亦势如破竹。

我们认为, TWS 行业目前仍处于高速发展期,市场格局呈沙漏型,即高端市场(手机厂以 AirPods 为代表、音频厂以索尼降噪豆为代表)和低端市场(200 元以下的产品,如音频厂高性价比产品及华强北白牌产品)的两极出货量很大,但腰部中端及中高端的(华为、三星等 500 元-1000 元档产品)产品出货量较小。当下沙漏型市场具体表现为一方面 AirPods 出货量一直雄踞 40% 以上的品牌市场份额,而另一方面,根据旭日大数据统计,2019 年四季度主打低廉的价格的珠海杰理 TWS 蓝牙芯片出货量一骑绝尘。

图 30: TWS 行业代表企业

手机厂商	苹果、三星、华为、OPPO、vivo、小米、魅族、联想
传统音频类厂商	漫步者、森海塞尔、Sony 索尼、JBL、魔浪 mifo、Beats、BOSE 博世、IMORE 万魔、Jabra 捷波朗、B&O、飞利浦、先锋、先科、爱国者、Remax、铁三角、QCY、JEET、FILL、CLEER、Creative
其他	酷狗 kugou、爱奇艺、网易云、AnkerZOLO、Dacom 大康、酷我 kuwo、卓翼科技、雷柏科技、星徽精密、海能实业

数据来源: 我爱音频网, 东吴证券研究所

图 31: TWS 市场呈沙漏型格局



数据来源: 我爱音频网, 东吴证券研究所

根据 AirPods 出货量来看, AirPods 出货量增速与体量正在向 iPhone 看齐, 目前 AirPods 渗透率于 iPhone 用户不过 10%, 我们认为未来还有很大提升空间。非苹果 TWS 耳机也在急速追赶, 近来市面上非苹果 TWS 耳机也逐渐攻克技术难关并且攻占中低端 TWS 耳机市场, 但目前渗透率也不及 AirPods 的一半。因此我们认为 TWS 耳机市场需求仍有较大空间并用渗透率预期进行预测, 结果显示至 2023 年全球 TWS 耳机出货量将破 10 亿大关, 整体市场将突破 3500 亿元。

我们将全球 TWS 耳机分为两大阵营, 即 AirPods 苹果端和非苹果端 (以 Android 安卓手机品牌商+第三方音频厂)<sup>1</sup>。AirPods 渗透率于 2019 年已经达到 6.67%, 我们预测 AirPods 在 2020-2022 的渗透率为 13.34%, 16%, 19%, 并在 2023 有望达到 25%。

图 32: TWS 耳机市场规模预测 (苹果端)

TWS耳机市场市场规模预测							
Apple端市场预测							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
iPhone活跃用户(亿人)	7	8	9	10	11	11	12
AirPods渗透率(%)	1.67%	4.72%	6.67%	13.34%	16.00%	19.00%	25.00%
AirPods(亿副)	0.12	0.38	0.6	1.33	1.76	2.09	3
更新率(%)		50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
更新周期(年)		2	2	2	2	2	2
更新需求(亿副)	0	0.19	0.3	0.67	0.88	1.05	1.5
Apple端合计出货量(亿副)	0.12	0.57	0.9	2	2.64	3.14	4.5
ASP(元)	600	600	600	600	600	600	600
Apple端市场规模(亿元)	70.14	339.84	540.27	1200	1584	1881	2700

数据来源: Statista2020, Expreview2019, WWDC, URORA 极光数据, 东吴证券研究所

非苹果 TWS 耳机用户人群结构跨越大, 因此我们将非苹果端分为三大阵营, 低端机 (价格在 0-1999 之间), 中端机 (价格在 2000-3999 之间), 高端机 (价格在 4000 以上) 来进行渗透率分析预测<sup>2</sup>。我们预测高端机客户对于 TWS 需求将与苹果端客户需求趋同, 因此渗透率预测与 AirPods 渗透率保持一致, 中端机用户群体则稍显延迟, 2020-2022 渗透率为 4.72%, 6.83%, 9.72%, 并有望在 2023 年达到 13%。我们预测低端机用户群体对 TWS 耳机需求并不强烈, 但是由于一些低端 TWS 耳机可以触及下沉市场<sup>3</sup>, 我们预计其 2020-2022 渗透率为 2.67%, 4.72%, 6.83%, 并于 2023 年有望达到 9.72%。

<sup>1</sup> 注: 虽然 AirPods 也可以在安卓机上使用, 但是由于苹果生态圈的出色体验以及安卓机上某些功能无法匹配, 我们认为 AirPods 用于安卓手机上的情况几乎可以忽略不计。其次, 由于安卓体系的 TWS 耳机也展现出来了技术特性以及良好使用体验, 所以我们将其二者分开讨论, 暂不考虑混合使用的情况。

<sup>2</sup> 注: 安卓手机的产品分级情况我们参考了极光数据的 2018 及 2019 年度的安卓手机销售比例, 极光数据将手机分为 <1000, 1000-1999, 2000-2999, 3000-3999, >4000, 2019 年度比率为: 8.4%, 48.6%, 25%, 14.1%, 3.9%。

<sup>3</sup> 注: 由于拼多多百亿补贴及京东等购物补贴等活动, 低价 TWS 耳机也已经面世, 不乏有 100-200 的 TWS 耳机。

图 33: TWS 耳机市场规模预测 (非苹果端)

非苹果端市场预测							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
低端机活跃用户(亿人)	12.87	13.7	15.87	17.36	18.84	20.33	21.82
低端TWS渗透率(%)	0.20%	0.54%	1.23%	2.67%	4.72%	6.83%	9.72%
Android端TWS(亿副)	0.03	0.07	0.2	0.46	0.89	1.39	2.12
更新周期(年)		3	3	3	3	3	3
低端更新率(%)		33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%	33.33%
低端更新需求(亿副)	0	0.02	0.07	0.15	0.3	0.46	0.71
中端机活跃用户(亿人)	9.58	10.19	9.77	10.69	11.6	12.52	13.44
中端TWS渗透率(%)	0.20%	0.54%	2.67%	4.72%	6.83%	9.72%	13.00%
Android端TWS(亿副)	0.02	0.06	0.26	0.5	0.79	1.22	1.75
更新周期(年)		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
中端更新率(%)		40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
中端更新需求(亿副)	0	0.02	0.1	0.2	0.32	0.49	0.7
高端机活跃用户(亿人)	0.74	0.79	1.09	1.22	1.32	1.43	1.53
高端TWS渗透率(%)	1.67%	4.72%	6.67%	13.34%	16.00%	19.00%	23.00%
Android端TWS(亿副)	0.01	0.04	0.07	0.16	0.21	0.27	0.35
更新周期(年)		2	2	2	2	2	2
高端更新率(%)		50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
高端更新需求(亿副)	0	0.02	0.04	0.08	0.11	0.14	0.18
非苹果端总设备(亿副)	0.06	0.17	0.53	1.13	1.89	2.88	4.22
非苹果端总更新需求(亿副)	0	0.07	0.21	0.44	0.72	1.09	1.58
安卓端合计出货量(亿副)	0.06	0.23	0.73	1.57	2.61	3.96	5.8
ASP(元)*	140	140	140	140	140	140	140
非苹果端市场规模(亿元)	8.02	32.42	102.78	219.5	365.8	554.67	812.21
合计出货量(亿副)	0.17	0.8	1.63	3.57	5.25	7.1	10.3
合计TWS市场规模(亿元)	78.16	372.26	643.05	1420.1	1949.8	2435.67	3512.21

数据来源: Statista2020, Expreview2019, WWDC, URORA 极光数据, 东吴证券研究所

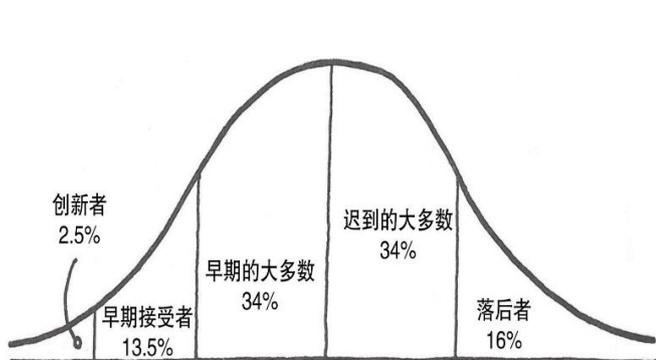
## 2.5. 类比智能手机发展路径, 本土 TWS 厂商有望突围

我们认为 TWS 耳机替代传统耳机市场的路径与智能手机替代功能手机的路径类似, 前者具有更轻巧、便捷的使用感受和更时尚的设计; 后者以软件开发社区平台供应软件, 赋能设备实现各式功能, 两者均解决了原有产品的痛点, 创造并满足消费者的需求。参考智能手机的发展历史, 智能手机需求一开始集中于中国一线城市市场, 主要由苹果、三星等世界级行业巨头覆盖。随着后中国本土品牌通过错位竞争深耕大众市场, 深铺渠道和广铺明星代言的营销战术打造渠道和品牌方面竞争力, 随后不断推出高端新品向上拓宽边际, 获得了领先的份额。

美国营销专家杰弗里·摩尔 (Geoffrey Moore) 在《跨越鸿沟》(Crossing the Chasm) 中定义的创新和技术的传播过程, 称之为“创新传播定律”。定律提到, 人群对新产品的分布形成一条正态分布曲线, 曲线最左边 2.5% 的人属于喜欢寻求新产品的创新者, 紧挨着它的 13.5% 是早期接受者。创新者和早期接受者愿意支付额外的钱来拥有某件新产品。摩尔将大众市场定义为“早期大众”及其右边的人群, 大众人群约占消费人群

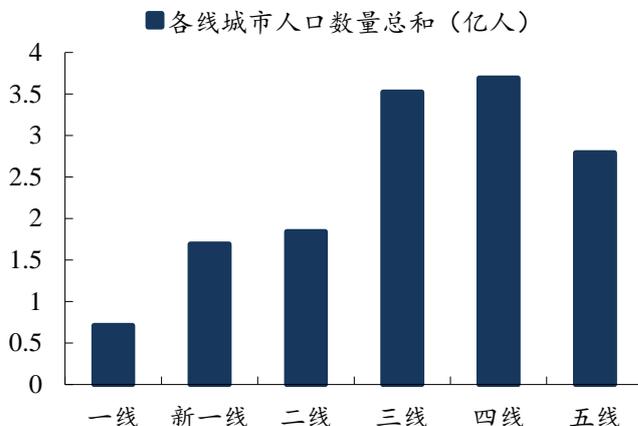
的 84%。大众消费人群为跟随者，相比早期接受者，大众消费人群需要在产品铺开后接受产品。根据“创新传播定律”，大众人群约占消费人群的 84%。中国三线以下城市人口数量合计约 10 亿人，约占总人口的 71.4%，大众市场以三线以下城市人口为首组成。

图 34：创新传播定律



数据来源：《跨越鸿沟》，东吴证券研究所

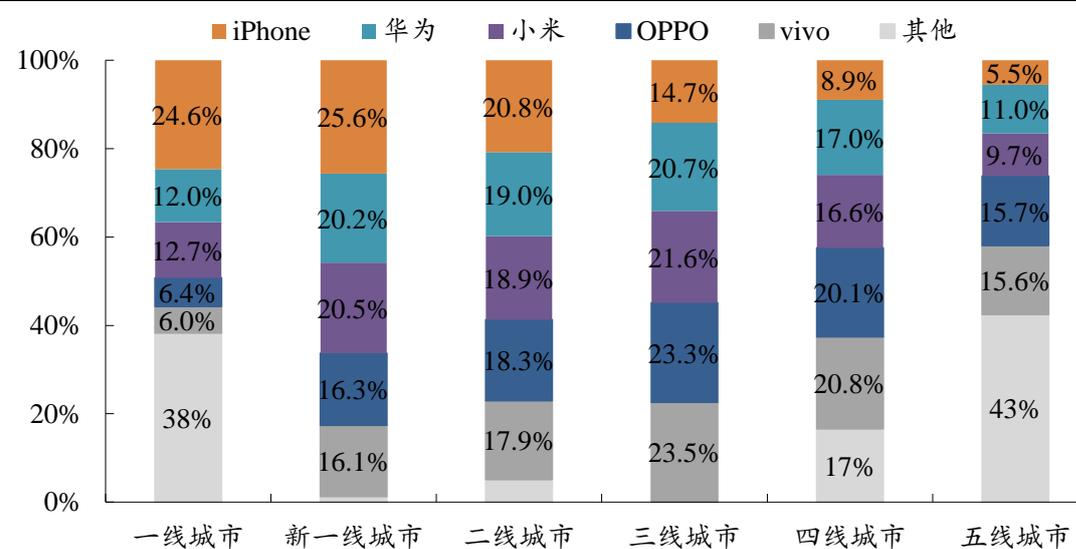
图 35：我国三线以下人口占比超过 70%



数据来源：第一财经，东吴证券研究所

2019 年一季度，三线以下城市的手机用户占比最多的品牌为本土品牌 OPPO 和 vivo，两品牌在三线及以下城市份额优势明显。

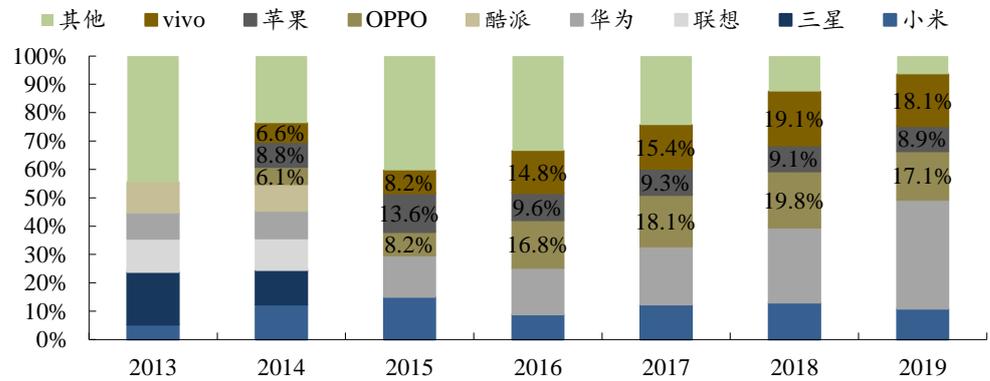
图 36：2019Q1 手机城市分布图



数据来源：极光大数据，东吴证券研究所

根据 IDC 的数据，2015 年 iPhone 在中国的年度出货量份额达 13.6%，随着国产品牌的突围，逐渐下降到 19 年的 8.9%。而同期 OPPO 和 vivo 的出货量分别从 2014 年的 6.1% 和 6.6% 上升到了 19 年的 17.1% 和 18.1%。包括山寨手机在内的其他品牌的份额，则从 14 年的 44.9% 下降到了 19 年的 6.5%，华为、小米、OPPO、vivo 四大国产品牌商占据了行业主要份额。

图 37：2013-2019 年中国各品牌手机出货量份额



数据来源：IDC，东吴证券研究所

类似的，我们认为 TWS 行业竞争格局首先由 AirPods 引领行业发展，攻克蓝牙芯片双耳链接的核心痛点之后，非苹果端的 TWS 渗透率加速提升。低廉的白牌 TWS 耳机开始野蛮生长，但在类似山寨机完成第一轮消费教育之后将逐步退出舞台，没有品牌影响力、声学研发实力，以及市场推广能力较弱的杂牌和山寨 TWS 厂商的份额将难以存留，本土品牌商有望成为行业中流砥柱。

### 3. 产品、品牌与渠道优势显著，充分受益于 TWS 市场快速增长

#### 3.1. 产品阵列：高性价比起步，逐步进军中高端市场

以高性价比产品起步，公司 TWS 耳机竞争力突出，带动 TWS 业务开启快速发展。公司成立 20 多年来一直专注于音频技术的研发及应用，2018 年，公司推出旗下首款 TWS 耳机 EDIFIER TWS3，该产品采用了 8mm 动圈单元和蓝牙 4.2 传输协议，音质、连接性在同类产品优势突出，耳机+充电盒的总续航时间达 12 小时，支持 IPX4 防水，主打 300 元的高性价比产品价位，借助 EDIFIER TWS3，公司正式进军 TWS 耳机市场，2018 年以来，随着 TWS 耳机市场的迅速增长，公司 TWS 耳机产品业务也开始快速发展。

图 38: EDIFIER TWS3 拆解



图 39: EDIFIER TWS3 产品规格



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 40: 公司 TWS 耳机产品（一）

型号	TWS3	TWS2	W3小黄人	TWS5	TWS1	TO-U 有心联名版
发布价(元)	298	199	349	454	200	380
上市时间	2018年6月	2018年11月	2018年12月	2019年3月	2019年5月	2019年8月
震动单元	8MM	8MM	6MM	6MM	6MM	
重量	240g	150g	150g	240g	150g	38g
蓝牙版本	V4.2	V4.3	V5.0	V5.0	V5.0	V5.0
耳机充电/续航时长	充电1.5H/续航3H	充电1.5H/续航3H	充电8H/续航24H	充电2H/续航8H	充电1.5H/续航8H	充电1.5H/续航8H
可无线充电	-	-	-	-	-	-
可左右单边使用	- (右耳-单边使用)	支持	支持	支持	支持	支持
蓝牙芯片	CSR芯片	台湾络达	高通	高通	高通	高通
操控方式	物理按键	物理按键	触控	触控	触控	触控
电池容量	210mah可充满耳机3次	210mah可充满耳机3次	可充满耳机4次	500mah可充满耳机3次	500mah可充满耳机3次	可充满耳机3次
唤醒语音助手	-	支持	-	-	-	-
音频解码	SBC	SBC	aptX/SBC	aptX/SBC	aptX/SBC	aptX/SBC
CVC语音降噪	支持	-	支持	支持	支持	支持
ANC主动降噪	-	-	-	-	-	-
防水级别	IPX4	IPX4	IPX5	IPX5	IPX5	IPX5
京东评论数	4.8万+	20万+	2.5万+	6.4万+	31万+	1.5万+
好评度	95%	95%	95%	93%	94%	96%

数据来源：公司官网，京东，东吴证券研究所

图 41: 公司 TWS 耳机产品 (二)

型号	LoliPods	EJOY 有心联名版	TWS NB	LoliPods 有心联名版	TWS NB2	DreamPods
发布价 (元)	200	700	550	340	499	699
上市时间	2019年11月	2019年12月	2019年12月	2020年1月	2020年6月	2020年6月
震动单元	13MM		13MM	13MM	10MM	13MM
重量	135g	58g	80g	135g	250g	-
蓝牙版本	V5.0	V5.0	V5.0	V5.0	V5.0	V5.0
耳机充电/续航时长	充电1.5H/续航6H	充电1.5H/续航8H	充电1H/续航11H (降噪下5H)	充电1.5H/续航6H	续航9H (降噪下7H)	充电1.5H/续航4H
可无线充电	-	支持	-	-	-	支持
可左右单边使用	支持	支持	支持	支持	支持	支持
蓝牙芯片	高通	高通	高通QCC3026	高通	高通	恒玄科技
操控方式	触控	触控	触控	触控	触控	触控
电池容量	可充满耳机3次	可充满耳机3次	可充满耳机2次	可充满耳机3次	可充满耳机3次	可充满耳机5次
唤醒语音助手	-	支持	-	-	-	-
音频解码	aptX/SBC	aptX/SBC	aptX/SBC	aptX/SBC	aptX/SBC	LHDC/SBC
CVC语音降噪	支持	支持	支持	支持	支持	AI骨传导通话降噪
ANC主动降噪	-	-	支持	-	支持	-
防水级别	IP44	IP55		IP44	IP54	IP54
京东评论数	62万+	2400+	5500+	1.4万+	7000+	
好评度	94%	92%	93%	93%	96%	新品上市

数据来源: 公司官网, 京东, 东吴证券研究所

**TWS 耳机产品逐步覆盖中高端市场, 产品布局不断完善。**在 EDIFIER TWS3 之后, 公司基于在音频领域的技术积累和强大的研发实力, 陆续丰富 TWS 耳机产品线, 相继推出了支持蓝牙 5.0 的 TWS2、采用全新的高通 QCC3026 真无线蓝牙音频方案的 TWS5、极具性价比优势的 TWS1 以及采用全新产品设计的 TWS7 等多款产品, 并打造了包括 LoliPods 在内的多款爆款产品, 在 TWS 耳机领域的低、中、高端产品布局不断完善, 产品竞争力持续提升。

随着 TWS 耳机市场需求的持续提升, 以及公司产品在品质、性价比、产品组合方面的突出优势, 公司在 TWS 耳机市场的出货量持续增长, 市场地位不断提升。根据旭日大数据的数据, 2020 年 3 月, 公司 TWS 耳机的全球出货量达百万量级, 位居全球第六位。

图 42: 2020 年 3 月 TWS 全球品牌出货量排行榜

排名	公司	出货量/百万台
1	苹果	7.50
2	小米	3.10
3	三星	2.50
4	QYC	1.80
5	哈曼	1.20
6	漫步者	1.00
7	万魔	0.80
8	泽宝	0.75
9	华为	0.70
10	安克	0.65

数据来源: 旭日大数据, 东吴证券研究所

公司目前在 TWS 耳机的 100-300 元价位段形成了突出的产品竞争力和领先的市场地位。从渠道端看, 目前, 在国内知名 3C 电商平台京东上 TWS 耳机销量排行榜的前十

位中，公司产品占据五席，产品分别为 TWS1（黑色）、HECATE GM4、TWS1（白色）、TWS NB 和 TWS2，产品销量的领先优势明显。

图 43：京东 TWS 耳机销量排名

排名	品牌	产品	售价/元
1	漫步者	TWS1（黑）	218
2	夏新	F9（蓝牙5.0）	69
3	网易	网易云音乐ME02TWS	249
4	漫步者	HECATE GM4	299
5	漫步者	TWS1（白）	218
6	网易	网易云音乐ME01TWS	189
7	漫步者	TWS NB	599
8	233621	233621GS-1326	439
9	漫步者	TWS2	299
10	夏新	F9	59

数据来源：京东，东吴证券研究所

随着产品技术的不断成熟，搭载降噪功能成为了 TWS 耳机的重要升级方向之一。公司积极布局 TWS 耳机降噪技术，有望推出极具性价比的主动降噪、环境降噪 TWS 耳机产品。公司在 TWS 耳机降噪技术领域积累深厚，目前，在已有产品中，LolliPods 搭载了 CVC 双 mic 通话环境降噪技术，该技术主要针对通话过程中产生的回声进行降噪，通过全双工麦克风消噪软件，提供通话的回声和环境噪音消除功能。另外，公司 TWS NB 产品搭载了 ANC 主动降噪技术，并支持主动降噪、被动降噪和环境声降噪，通过高灵敏度 mic 拾取外界环境噪音，并形成高精度反向声波大幅抵消周围环境噪音，可实现非常清晰的音频效果。公司在主动降噪和环境降噪技术领域持续投入，未来有望推出极具性价比的主动降噪、环境降噪 TWS 耳机产品。

图 44：公司 LolliPods 支持 CVC 降噪



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 45：公司 TWS NB 支持 ANC 主动降噪



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2. 品牌优势：从漫步者音箱传承下来的口碑

深耕多媒体音响产品市场，品牌影响力突出。公司是国内领先的多媒体音响生产商，具备集工业设计、技术研发和规模化生产于一体的业务能力，在家用音响、专用音响和

汽车音响推出过多款重量级产品，目前已形成了覆盖上百种型号的产品体系，在以多媒体音响为代表的音频市场具备突出的产品和品牌影响力。

图 46：公司杜比、4.1 声道无线环绕家庭音响产品

图 47：公司 HIFI 车载音响产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**坚持自有品牌发展战略，致力于提供高品质音频产品和客户服务。**公司坚持发展自有品牌的战略，多年来专注于音频产品开发，不断地为用户提供高性价比的高品质音频产品和优质的客户服务，目前“漫步者 (EDIFIER)”品牌已逐渐成为音频行业的知名品牌，在众多媒体的市场调查中，公司品牌在消费者关注度、用户首选品牌、用户关注产品等方面的数据均处于领先地位，在消费者中形成了较强的品牌认可。

图 48：公司 Apollo 获 CES 设计与工程创新奖

图 49：公司 W800BT 产品获 IF 产品设计奖



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司积极拓展海外市场，已经在德国、英国、法国、意大利、美国、加拿大、日本、澳大利亚、俄罗斯、墨西哥等八十多个国家和地区注册了国际商标，组建了来自不同国家的产品研发和销售团队，搭建了全球化的销售网络，产品销售已跻身全球同行业前列。

图 50：公司积极拓展海外市场

North America	Latin America	Europe	Asia Pacific
 United States	 Malaysia	 The Netherlands	 Australia
 Canada	 Peru	 France	 中国
		 United Kingdom	 中国香港
			 Malaysia
			 India

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

基于在音频市场的技术积累和品牌影响力，公司 TWS 耳机产品一经推出便迅速打开了用户市场。从京东平台的漫步者耳机销售情况来看，在公司销量前十的耳机产品中，有七款是近两年内推出的 TWS 耳机产品，并且销量在各大品牌 TWS 耳机产品中的领先优势显著。未来随着公司技术迭代和产品更新的推进，相关产品的出货量也有望持续提升。

图 51：漫步者 TWS 耳机销售排行榜

排名	类型	产品	售价/元
1	TWS	LolliPods (白)	258
2	TWS	LolliPods (黑)	258
3	TWS	TWS1 (黑)	218
4	TWS	HECATE GM4	299
5	TWS	TWS1 (白)	218
6	传统蓝牙耳机	W200BT	129
7	TWS	TWS NB	599
8	传统蓝牙耳机	W800BT	199
9	TWS	TWS2	299
10	传统蓝牙耳机	W300BT	198

数据来源：京东，东吴证券研究所

### 3.3. 渠道优势：线上（80%，京东天猫），线下（20%，依托现有音箱渠道）

在产品市场营销方面积极拓展销售渠道，公司目前在线上和线下均形成了完善的 TWS 耳机产品销售网络。公司积极利用智能互联网资源，大力建设线上销售通路，线上销售的份额已占公司 TWS 耳机产品的 80% 左右。目前，公司在京东、天猫等国内头部线上平台的销售额和销量均领先同行，并且在亚马逊等国际销售渠道上实现了业务的快速增长和用户口碑的稳步提升，市场影响力在全球互联网用户群体中得到了有效的扩展。

图 52：公司产品在各大线上平台上销量领先



数据来源：国际电子商情，东吴证券研究所

在拓展实体营销渠道方面，公司采用“区域独家总经销商制”的营销模式。目前，公司在中国境内拥有上百家区域独家总经销商，销售网络遍及中国大陆所有区域。海外方面，公司在欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲、非洲及亚洲其他区域构建了销售渠道，共有 50 多家境外区域独家总经销商，并且公司与各地的经销商建立了稳定、紧密的合作关系，迄今为止，覆盖全面并且不断延展的国际销售网络已使公司产品渗透至 50 多个国家和地区，相关产品的市场拓展稳步推进。

图 53：公司建立了全球范围的销售网络

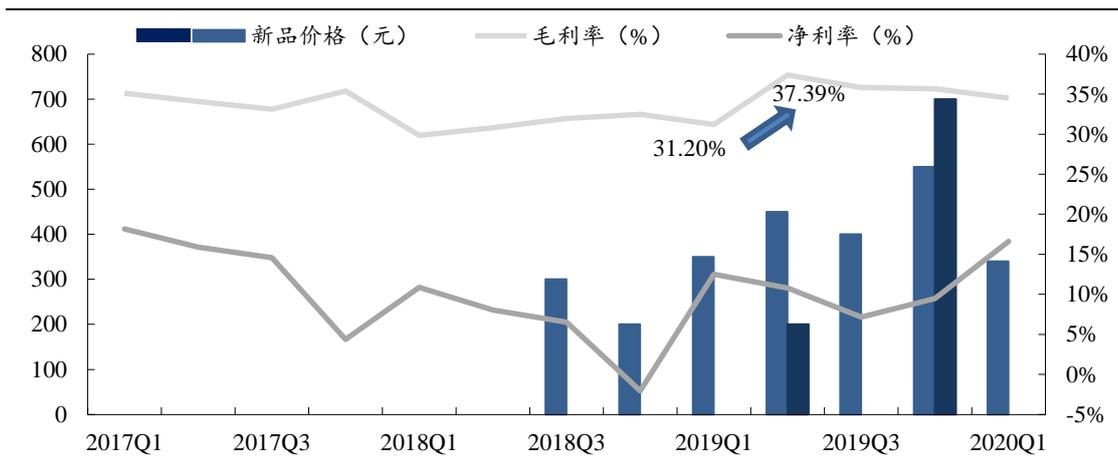


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.4. 量价齐升验证行业需求，规模效应未来可期

公司 TWS 耳机 2019 年开始批量出货，新品带动毛利率提升。公司自 2018 年 6 月推出 TWS3 型号的真无线耳机后，接连推出 TWS2、TWS5、TWS1 等产品，其中 2019 年 Q2 推出的 TWS5（发售价 450 元）和 TWS1（发售价 200 元）两款新品的产品力在同价位产品中较强，放量较大。产品力和性价比造就了两款产品的“爆款”地位，使公司 2019 年 Q2 收入同比提升 23.40%，成本同比提升 11.04%，毛利率环比提升 6.19 个百分点，同比提升 6.57 个百分点。同时证明了中端 TWS 市场的可观需求以及公司新品的产品力在中端 TWS 市场的优势地位。

图 54: TWS 新品发售带动毛利率上升 (新品价格: 左轴, 利润率: 右轴)



数据来源: Wind, 什么值得买, 东吴证券研究所

公司 2019 年产品出厂均价提升幅度大, 量价提升带动营收迅速增长。公司 2019 年销售量同比增加 32.44%, 出货达到 918 万只; 出厂单价从 2018 年的 127 元上升到 135 元, 应验了我们在上文提到的, 公司具有推出“爆款”新品, 放量的同时进行提价的能力。量价提升带动营收迅速增长, 反应出公司基于研发和市场推广能力获得了较高的产品溢价以及议价能力。

图 55: 2019 年公司量价提升趋势明显



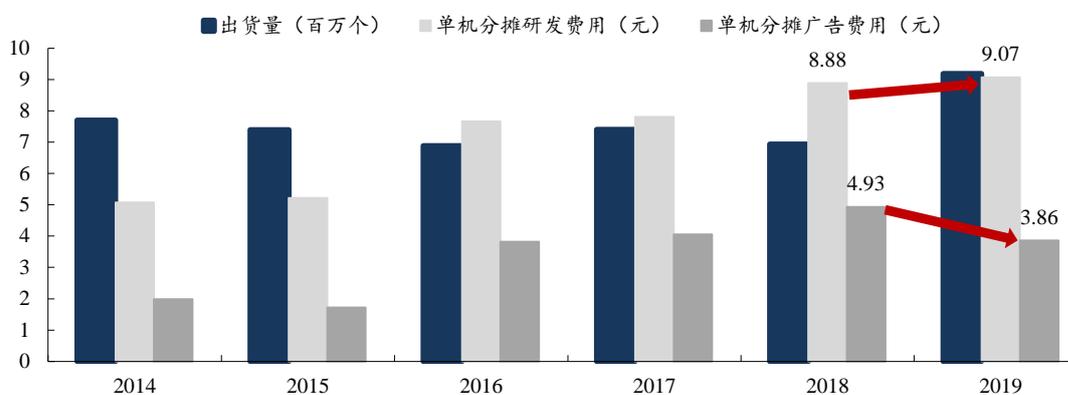
数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

公司重视研发环节, 研发费用占营业收入的比重维持高位。公司注重把握行业趋势、价值观重视“专注、创造”的经营理念, 长期根据消费者需求布局适合市场的新产品, 2019 年研发费用达到 8331 万元, 占总营收比例 6.70%, 以出货量为口径计算的单机分摊的研发费用达到 9.07 元, 较 18 年的 8.88 元每机费用上升 0.19 元, 研发投入带来的产品力提升为公司高性能 TWS 耳机获得经销商及终端消费者的青睐打下基础。2019 年公司广告及市场开发费用达到 918 万元, 较 2018 年的 693 万元同比提升 32.43%, 但单机平均广告及市场开发费用则为 3.86 元, 较 18 年的 4.93 元下降 1.07 元。

随着公司 TWS 耳机出货量进一步放量, 每只耳机分摊的研发和广告费用有望被降

低，规模效应的优势将显现。届时公司作为具有规模效应的行业玩家，更高的研发和广告费用打造出的极具产品力、渠道力和终端影响力的 TWS 耳机有望在中低端 TWS 市场上对白牌、小品牌玩家进行挤压，并通过不断推出高性能产品提高均价，向中高端市场进军。

图 56：单机平均研发费用持续上升，平均广告费用下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 智能音频技术储备完善，有望成为智能穿戴平台型公司

作为智能语音交互的载体，TWS 耳机逐渐成为各类智能应用的重要入口。目前，新款的 AirPods 耳机支持“Hey Siri”的语音激活功能，用户可通过 AirPods 唤醒 AI 语音助手并与之实现交互；高通也与亚马逊达成合作，共同开发基于 Alexa 智能语音助手的 TWS 蓝牙耳机，并推出业界首款端到端蓝牙智能耳机参考设计，可让 Android 用户将丰富的智能语音功能集成至耳机设备中；华为也发布了智能 TWS 耳机荣耀 FlyPods，该产品支持语音唤醒、触控操作、内置骨声纹传感器并支持最新的 HWA 高清蓝牙音频传输协议。作为智能语音交互落地的重要应用场景，TWS 耳机的应用功能将更加丰富和智能，从而推动 TWS 耳机的快速发展。

图 57：高通系列芯片以多种语音交互方式提供智能语音服务



数据来源：高通，东吴证券研究所

公司在智能音频领域技术储备完善，有望成为智能穿戴平台型公司。公司在 TWS 耳机市场的技术积累深厚，同时在多媒体音响领域也有智能音箱等产品布局，未来公司有望从 TWS 耳机产品出发切入智能穿戴产品领域，不断丰富产品布局，充分受益于以智能 TWS 耳机为代表的智能穿戴产品市场的快速发展。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 核心假设

**耳机：**公司在 TWS 耳机领域掌握核心技术，产品线布局完善，产品迭代稳步推进，具备显著的市场竞争力。受益于 TWS 耳机市场的需求增长，公司耳机产品的出货量有望快速增长，从而带动营收规模持续增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 25.30/40.12/52.01 亿元，同比增长 269.88%/58.58%/29.64%。

**多媒体音响：**公司在多媒体音响领域技术积累深厚，市场领先地位显著，营收规模有望保持稳定增长。预计 2020-2022 年该业务实现营收 5.21/5.31/5.34 亿元，同比增长 4.22%/1.92%/0.43%。

**汽车音响及专业音响：**公司在汽车音响和专业音响领域积极布局，产品品类丰富，营收规模有望保持稳定。预计 2020-2022 年汽车音响业务实现营收 2052/2115/2185 万元，同比增长 2.34%/3.07%/3.31%，预计 2020-2022 年专业音响业务实现营收 1651/1671/1682 万元，同比增长 2.61%/1.21%/0.66%。

图 58：公司收入预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>耳机</b>	<b>684.04</b>	<b>2530.15</b>	<b>4012.35</b>	<b>5201.45</b>
YOY	91.27%	269.88%	58.58%	29.64%
毛利率	36.16%	38.35%	39.39%	41.11%
<b>多媒体音响</b>	<b>500.16</b>	<b>521.25</b>	<b>531.25</b>	<b>533.55</b>
YOY	6.65%	4.22%	1.92%	0.43%
毛利率	32.96%	33.02%	33.52%	33.65%
<b>汽车音响</b>	<b>20.05</b>	<b>20.52</b>	<b>21.15</b>	<b>21.85</b>
YOY	2.53%	2.34%	3.07%	3.31%
毛利率	33.29%	33.85%	34.52%	35.15%
<b>专业音响</b>	<b>16.09</b>	<b>16.51</b>	<b>16.71</b>	<b>16.82</b>
YOY	10.90%	2.61%	1.21%	0.66%
毛利率	35.44%	35.96%	36.17%	36.88%
<b>其他</b>	<b>22.81</b>	<b>25.85</b>	<b>29.55</b>	<b>33.65</b>
YOY	12.86%	13.33%	14.31%	13.87%
毛利率	62.55%	63.55%	63.78%	64.85%
<b>合计</b>	<b>1243.15</b>	<b>3114.28</b>	<b>4611.01</b>	<b>5807.32</b>
YOY	41.13%	150.52%	48.06%	25.94%
毛利率	35.30%	37.62%	38.84%	40.53%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 5.2. 估值与投资建议

公司深耕以 TWS 耳机为代表的音频设备市场，市场优势地位突出，产品竞争力显著，有望充分受益 TWS 耳机市场需求的持续增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 31.14、46.11、58.07 亿元，增长 150.5%、48.1%、25.9%；2020-2022 年归母净利润分别为 5.52、8.54、11.53 亿元，增长 349.6%、54.8%、34.9%，实现 EPS 为 0.62、0.96、1.30 元，对应 PE 为 35、22、17 倍。参考可比公司估值，给予漫步者 2021 年 30

倍目标 PE，目标价 28.80 元，给予“买入”评级。

图 59：可比公司估值

公司	总市值/亿元	收盘价	EPS			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
立讯精密	3184.65	45.60	0.95	1.26	1.61	47.99	36.11	28.31
歌尔股份	863.20	26.60	0.59	0.81	1.00	45.08	32.87	26.57
平均值	2023.92	36.10	0.77	1.04	1.31	46.54	34.49	27.44
<b>漫步者</b>	<b>191.52</b>	<b>21.54</b>	<b>0.62</b>	<b>0.96</b>	<b>1.29</b>	<b>34.69</b>	<b>22.42</b>	<b>16.61</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（总市值、收盘价数据更新到 2020 年 6 月 20 日；除漫步者和歌尔股份外，其余公司 EPS、PE 数据来自 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

1) **市场需求不及预期**: 若消费电子市场需求不及预期, 公司产品销售可能受到影响, 从而影响公司营收的增长。

2) **新品推出不及预期**: TWS 耳机研发的专业化程度较高, 存在一定技术壁垒, 技术开发难度和研发投入大, 若新一代产品研发进度不及预期, 公司核心业务的营收规模和增速可能受到影响。

3) **客户开拓不及预期**: 由于下游需求放缓, 导致公司与主要客户的稳定合作关系发生变动或客户开拓不及预期, 将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

漫步者三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,669</b>	<b>2,325</b>	<b>2,984</b>	<b>3,929</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,243</b>	<b>3,114</b>	<b>4,611</b>	<b>5,807</b>
现金	136	257	809	1,270	减:营业成本	804	1,943	2,820	3,454
应收账款	176	498	500	757	营业税金及附加	10	31	46	58
存货	459	651	759	968	营业费用	101	274	383	494
其他流动资产	898	919	917	934	管理费用	58	221	290	377
<b>非流动资产</b>	<b>547</b>	<b>709</b>	<b>816</b>	<b>1,134</b>	财务费用	-2	4	27	20
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-65	31	46	58
固定资产	419	585	702	1,020	加:投资净收益	28	33	-3	9
在建工程	10	10	9	16	其他收益	9	-1	3	2
无形资产	66	63	57	49	<b>营业利润</b>	<b>156</b>	<b>643</b>	<b>998</b>	<b>1,357</b>
其他非流动资产	53	51	49	49	加:营业外净收支	-1	0	0	-3
<b>资产总计</b>	<b>2,217</b>	<b>3,034</b>	<b>3,800</b>	<b>5,063</b>	<b>利润总额</b>	<b>156</b>	<b>643</b>	<b>998</b>	<b>1,354</b>
<b>流动负债</b>	<b>315</b>	<b>669</b>	<b>701</b>	<b>934</b>	减:所得税费用	34	90	143	200
短期借款	0	20	20	20	少数股东损益	-1	1	1	1
应付账款	214	521	546	761	<b>归属母公司净利润</b>	<b>123</b>	<b>552</b>	<b>854</b>	<b>1,153</b>
其他流动负债	101	129	135	153	EBIT	152	638	983	1,325
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	EBITDA	186	674	1,031	1,386
长期借款	9	8	6	6					
其他非流动负债	16	16	16	16	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>341</b>	<b>694</b>	<b>724</b>	<b>956</b>	每股收益(元)	0.21	0.62	0.96	1.30
少数股东权益	7	8	9	10	每股净资产(元)	3.15	2.62	3.45	4.61
	1,869	2,332	3,068	4,097	发行在外股份(百万股)	593	889	889	889
归属母公司股东权益					ROIC(%)	6.3%	23.2%	27.2%	27.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,217</b>	<b>3,034</b>	<b>3,800</b>	<b>5,063</b>	ROE(%)	6.5%	23.6%	27.8%	28.1%
					毛利率(%)	35.3%	37.6%	38.8%	40.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	9.9%	17.7%	18.5%	19.9%
经营活动现金流	61	361	854	974	资产负债率(%)	15.4%	22.9%	19.0%	18.9%
投资活动现金流	-8	-166	-155	-369	收入增长率(%)	41.1%	150.5%	48.1%	25.9%
筹资活动现金流	-73	-74	-147	-144	净利润增长率(%)	130.0%	349.6%	54.8%	34.9%
现金净增加额	-19	121	552	462	P/E	103.98	34.69	22.42	16.61
折旧和摊销	34	37	47	61	P/B	6.83	8.21	6.24	4.67
资本开支	72	162	107	318	EV/EBITDA	97.48	26.77	16.98	12.29
营运资本变动	-151	-200	-76	-250					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>